



## 第2部

# 「資本の流れから考える通貨戦略」

講師 寺本 名保美

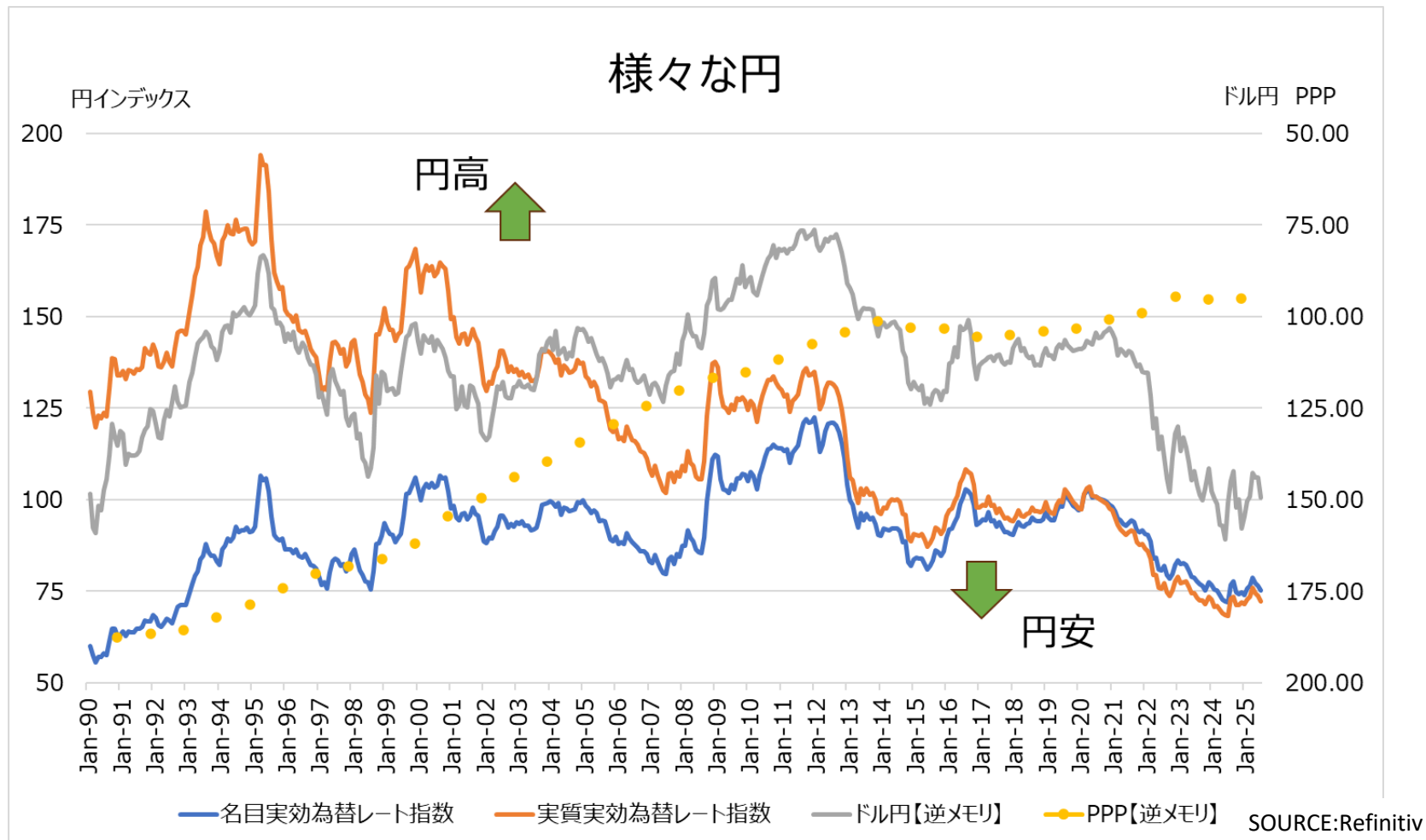
株式会社トータルアセットデザイン  
代表取締役



# 1. 資本の流れから通貨をみる



# ① 様々な円



実効為替レート指数（名目・実質）：複数通貨に対する円を貿易額に基づくウェイトで加重平均した指数

PPP（購買力平価）：同一のモノやサービスの価格が同一になるように各国のインフレ率で調整し、1ドルを基準に示したもの

- 長く日本の円高理論を支えてきた購買力平価は2014年を契機にフラット化
- 貿易に係る実質購買力を示す実質実効為替レートは長期トレンドでの下落継続中



## ② 通貨を動かす要因は？

通貨変動は、資金の流れと需給で起きる

➤ 調達しやすい市場から、投資先がある市場への流れ

調達しやすさ = 相対的な低金利 : 豊富な流動性 : 安定した金融制度

投資先 = 相対的な高金利 : 豊富な資金ニーズ : 成長性のある経済

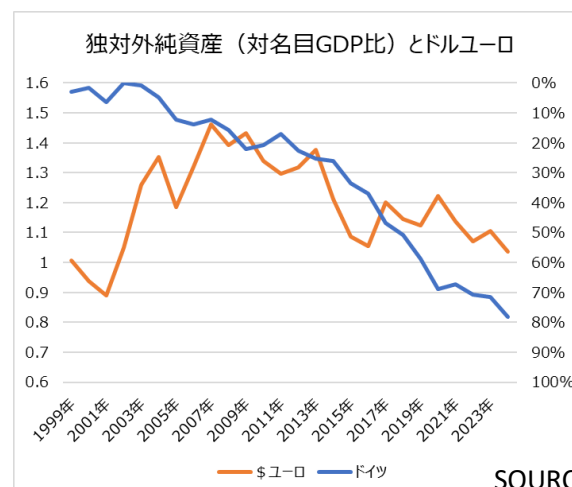
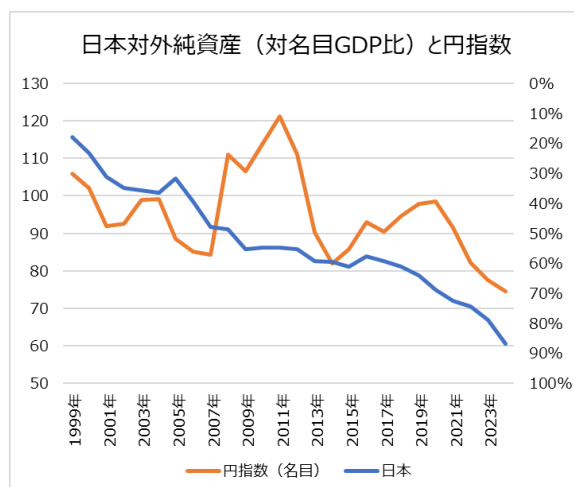
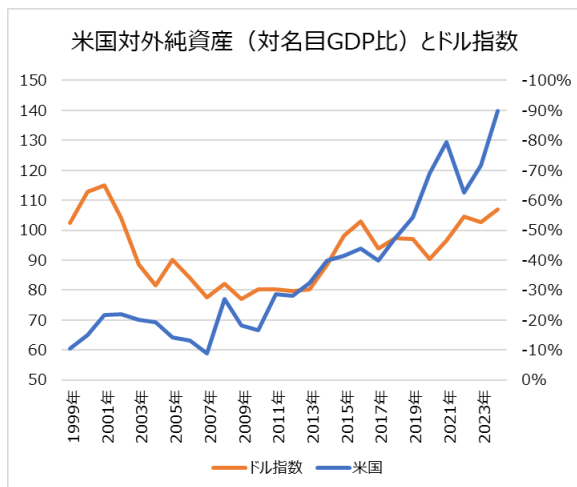
➤ 安全性の低い市場から、安全性の高い市場への流れ

安全性 = 元利金の回収確度 : 換金を可能とする流動性 : 金融当局への信頼度

貨幣は財やサービスと交換される

交換したい財やサービスが豊富な国の通貨に需要があり、その価値は高くなる

### ③ 資本の流れと通貨



SOURCE:IMF

対外純資産 = 対外資産残高 (-) 対外負債残高

対外資産残高 = 当該国内の居住者が外国に保有する金融資産及び外貨準備高の残高。

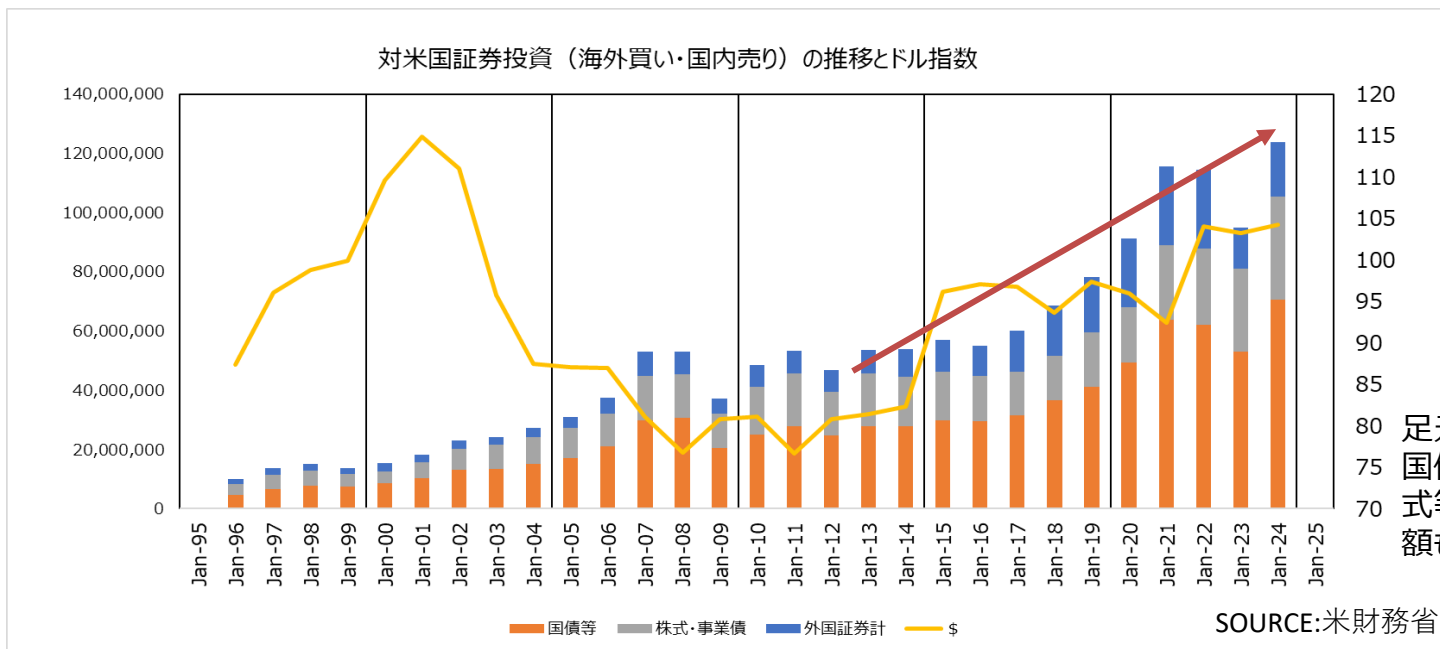
対外負債残高 = 外国が当該国内に保有する金融資産の残高。

それぞれ金融資産には直接投資（経営目的投融資等）、証券投資（資産運用目的投資等）、金融派生商品、その他投資（その他貸付・借入・現預金等）の残高が含まれる。

- 米国への資本は長期的に流入超（外国からの米国投資超）→ドルの需要は高い
- 日本への資本は長期的に流出超（外国への投資超）→円の需要は弱い
- ドイツへの資本は長期的に流出超（外国への投資超）但しユーロ圏内を含む→ユーロへの影響は軽微

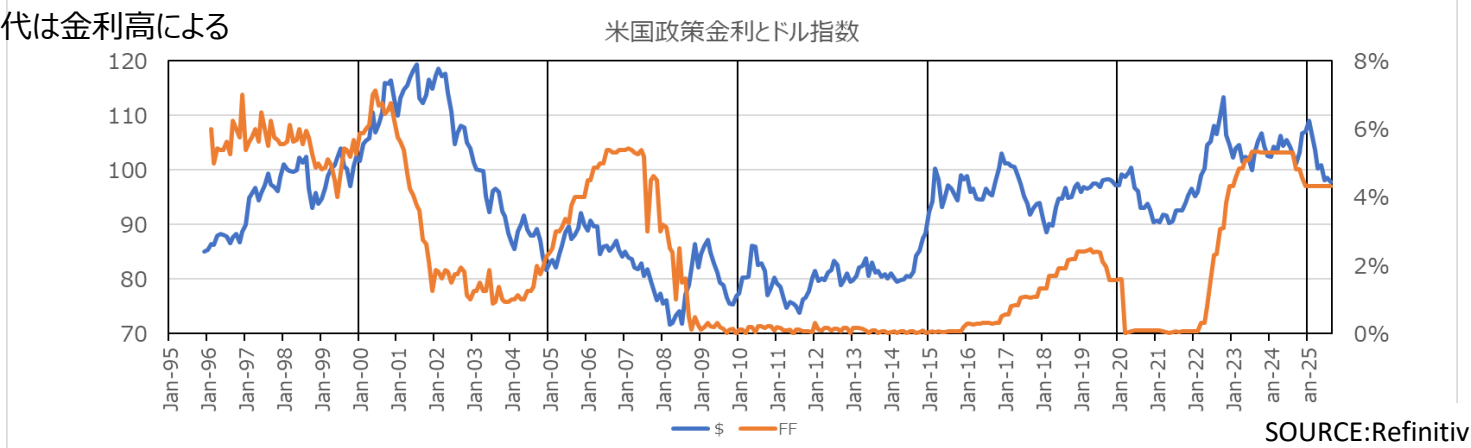


# ④ 金融投資から見る米国

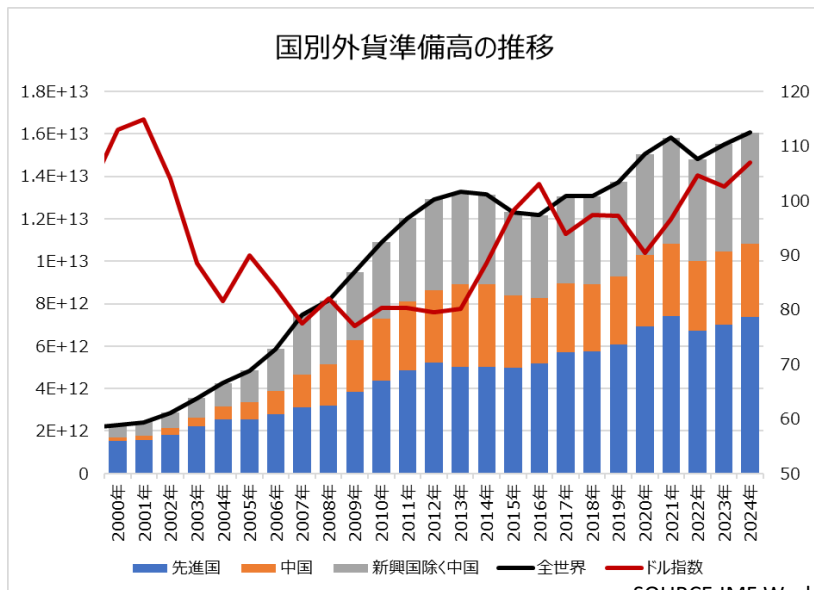
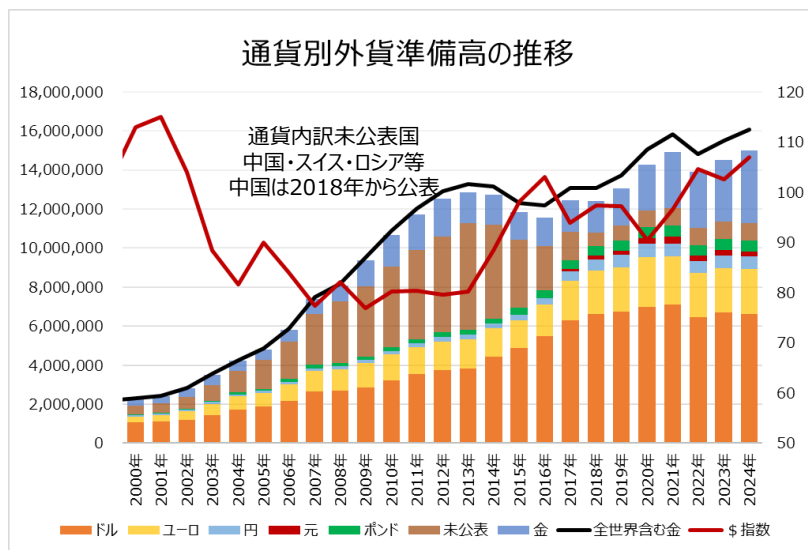


足元では金利の上昇と共に  
 国債の購入が増加。更に株  
 式等への海外からの投資金  
 額も増加

1990年代は金利高による  
 ドル高



## ⑤ 外貨準備の推移とドル

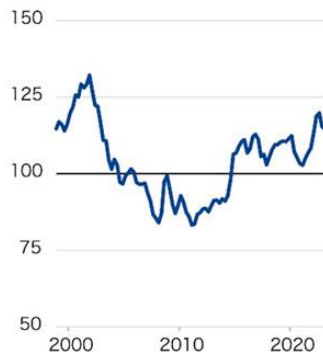


SOURCE:IMF,WorldBank

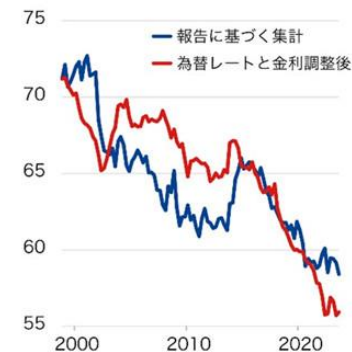
### 水面下で進む侵食

最近の米ドル高は、ドルの準備高の変化度を覆い隠している。

米ドル指数  
(2006年1月=100)



外貨準備高に占める米ドルの割合  
(%)

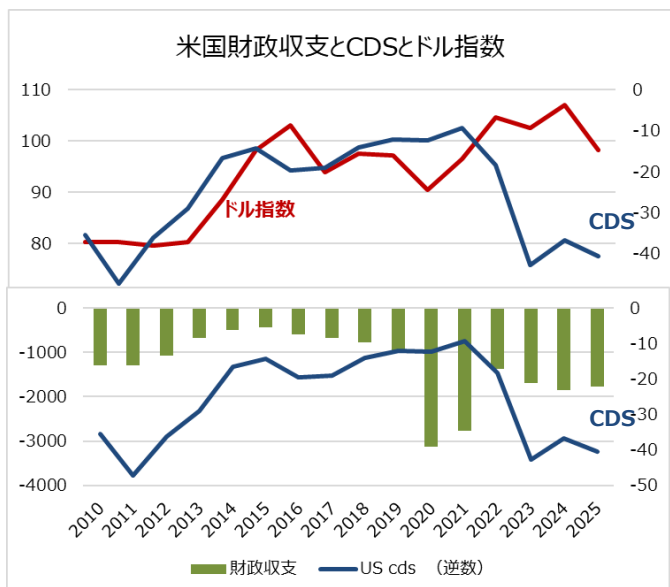


出所：Arslanalp, Eichengreen, Simpson-Bell(2022年、更新版)。  
注：米連邦準備制度理事会(FRB)の貿易加重ドル指数(先進国)。

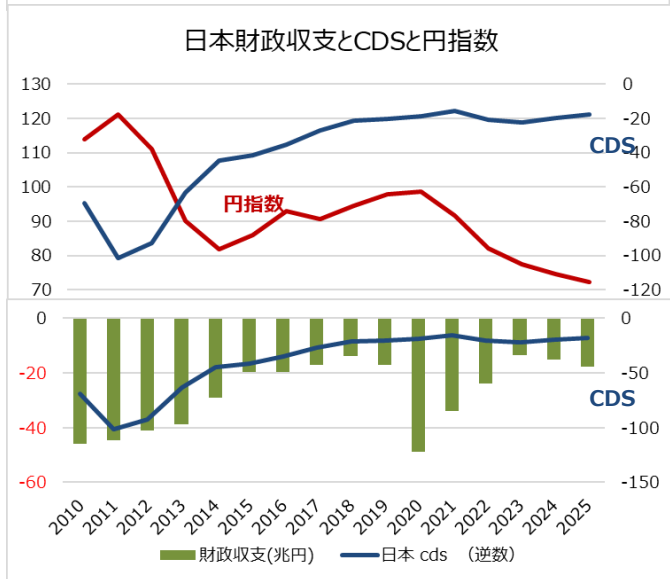
IMF

- IMFによれば通貨内訳未公表国があるにせよ、ドルの外貨準備における比率は趨勢的に低下している一方でその間ドルは堅調に推移
- 外貨準備の総額そのものが急拡大する中、ドルの比率の低下を上回るドル需要が発生している可能性

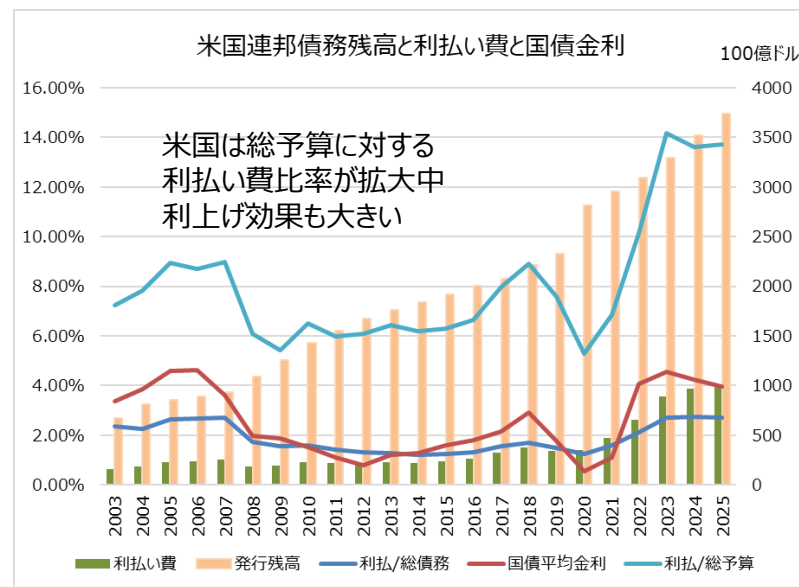
## ⑥ 財政赤字は通貨の変動要因なのか？



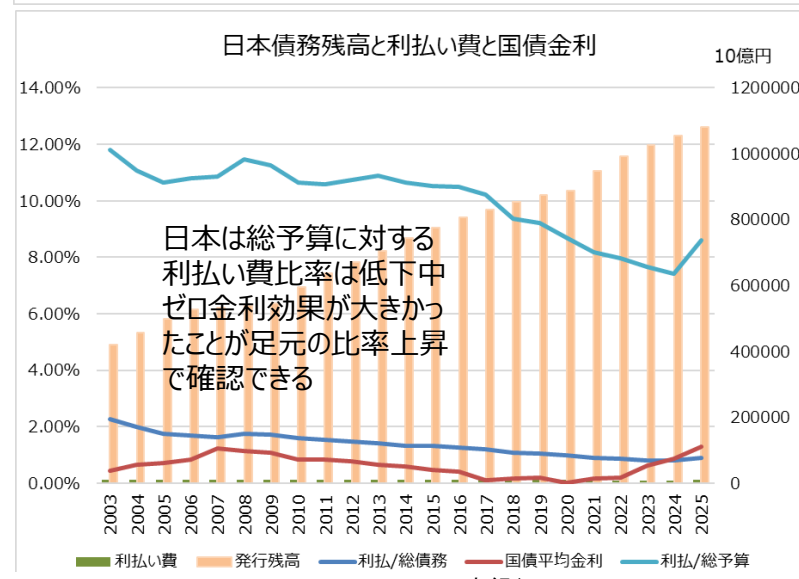
米国は財政収支が悪化しCDSは拡大しているもののドルは堅調



日本は財政収支が改善しCDSは縮小しているものの円は軟調



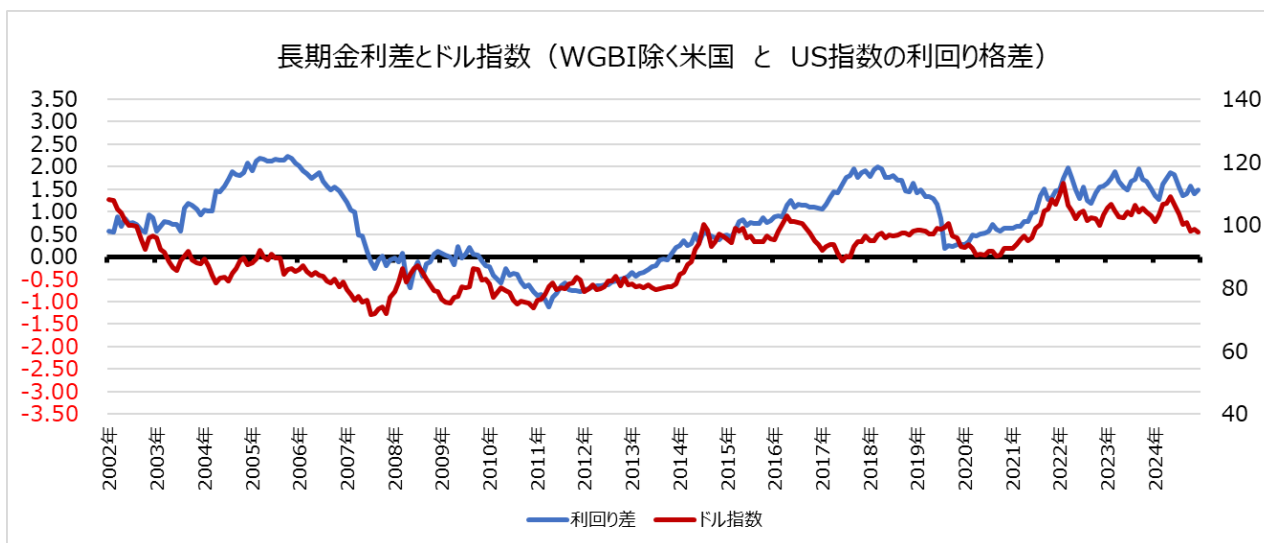
米国は総予算に対する利払い費比率が拡大中  
利上げ効果も大きい



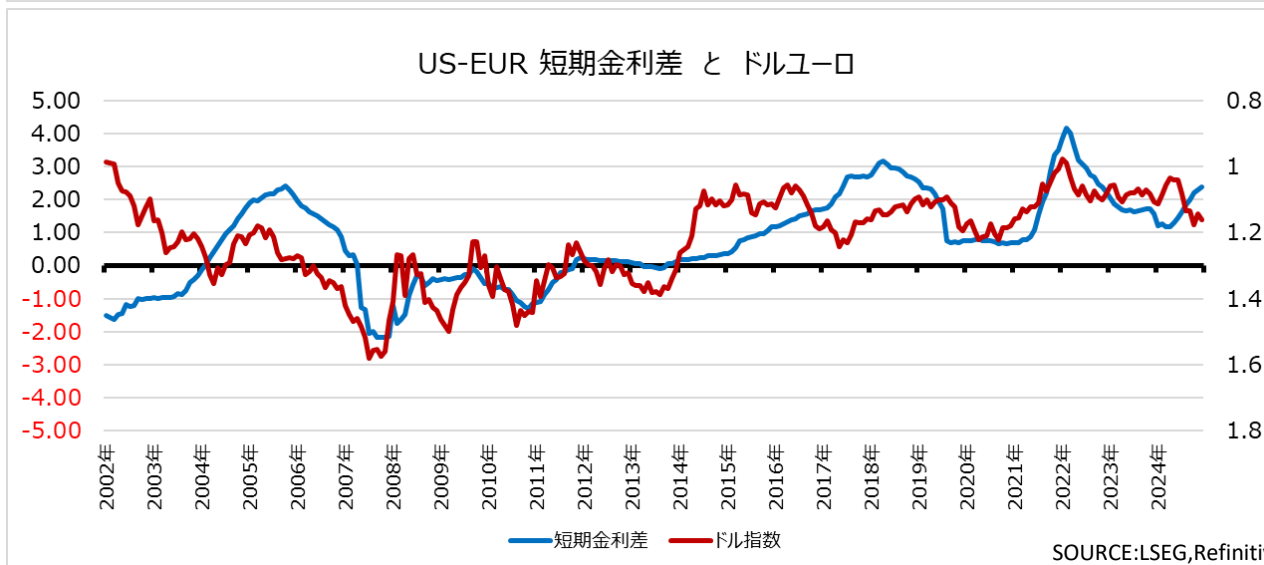
日本は総予算に対する利払い費比率は低下中  
ゼロ金利効果が大きかったことが足元の比率上昇で確認できる

SOURCE:IMF,WhiteHouse,GovInfo,Refinitiv,日本銀行、e-Stat

## ⑦ 金利差と通貨



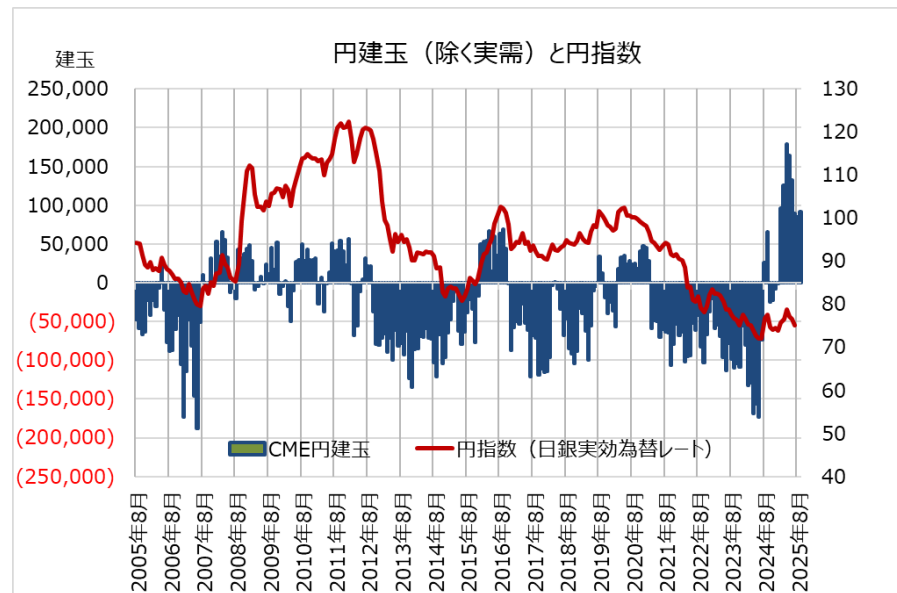
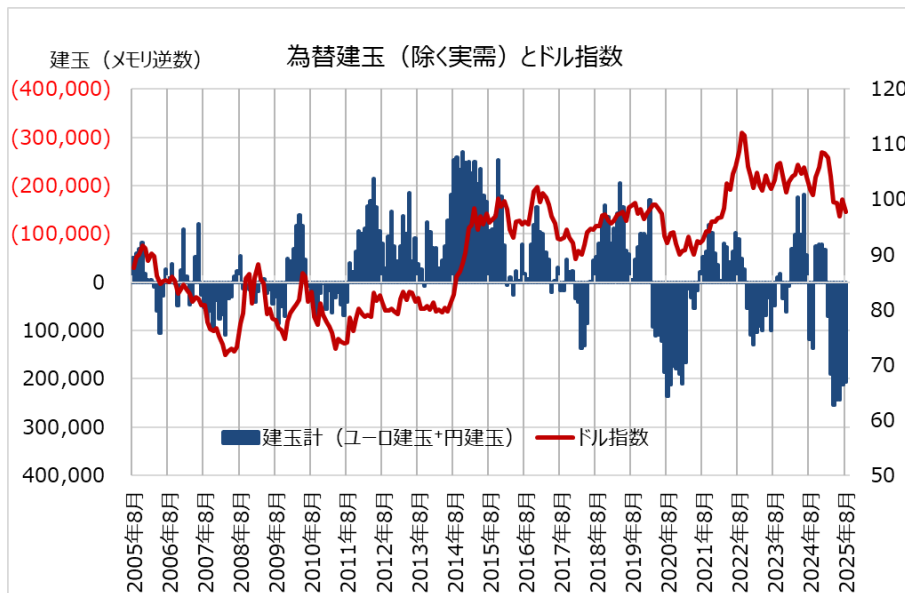
先進国国債インデックス（除く米国）の加重利回りと米国国債の利回りの比較。  
利回り差【米国（-）除く米国】が拡大する初期において、ドル指数との連動性が高くなっている。



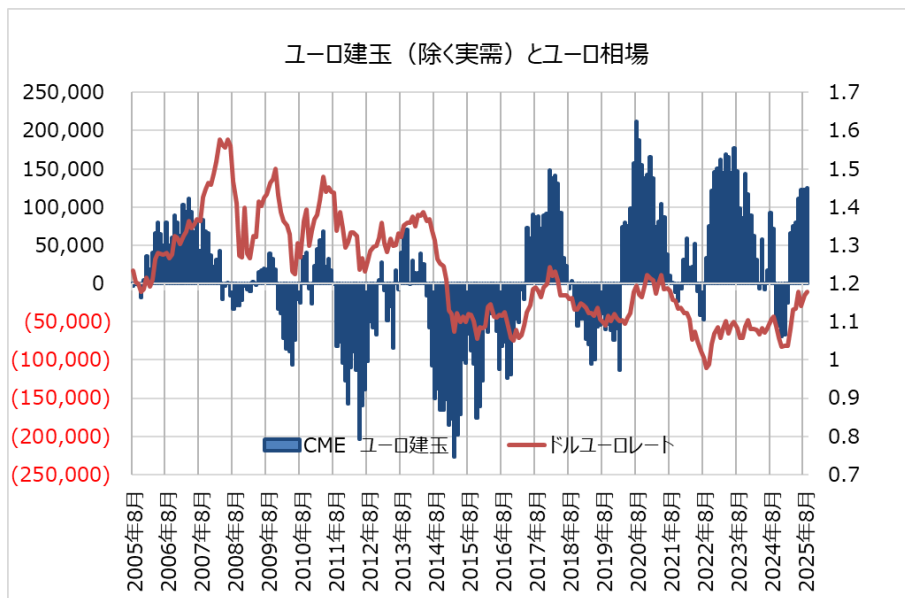
米国とEURの短期金利差とドルEURの比較においては、先行して動く長期金利の後追いとなることから、平時においては短期的な指標にはなり難い

SOURCE:LSEG,Refinitiv

## ⑧ 為替の建玉と短期の通貨変動



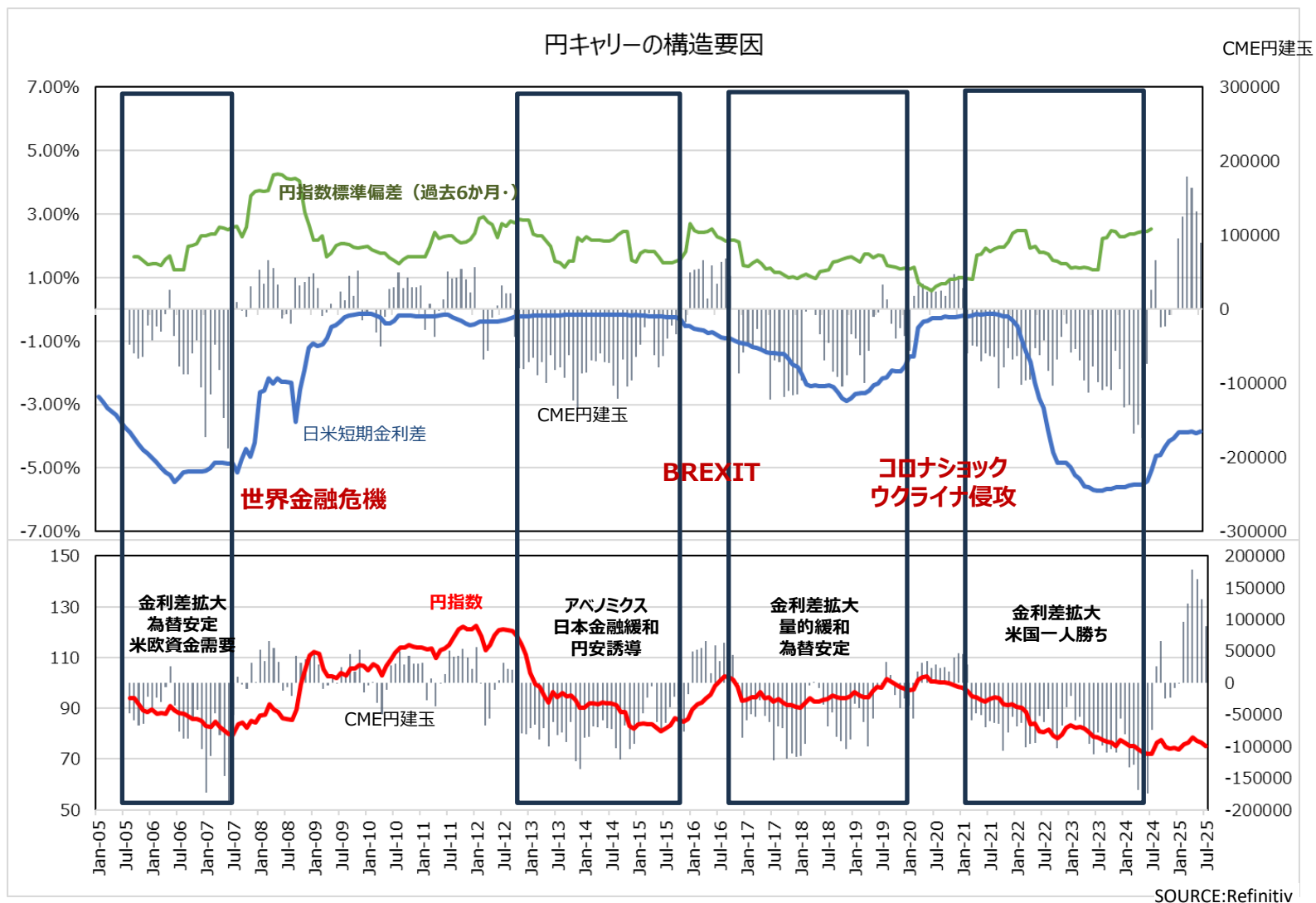
SOURCE:Refinitiv



- 短期的にみれば、非実需による為替ポジションが通貨変動を最も有意に説明する
- 何かショックが起きた際の短期的な通貨変動は、**理屈よりもその時に市場で傾けているポジションの解消**による変動の影響を大きく受ける



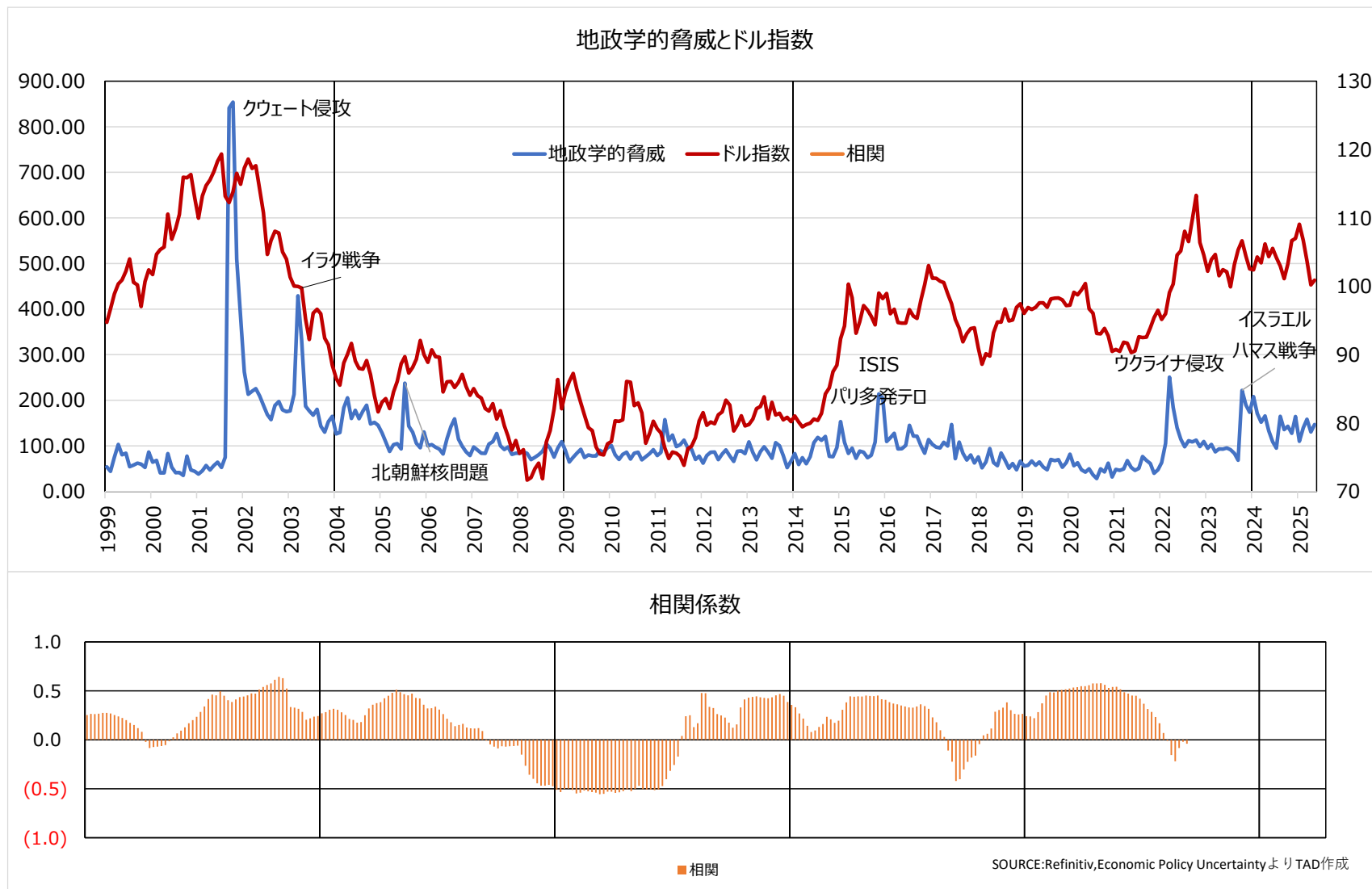
# ⑨ 円キャリー取引の構造



円キャリーの拡大要素 → 円の低金利の継続性。円相場のボラティリティの安定。海外での投資需要の拡大  
 巻き戻しの要素 → リスクオフによるポジションの清算。金利差の縮小。通貨市場のボラティリティの拡大



# ⑩ 地政学リスクとドル指数



SOURCE:Refinitiv,Economic Policy Uncertainty よりTAD作成

➡ 中長期で見れば総じて有意な順相関。有事のドル高は健在



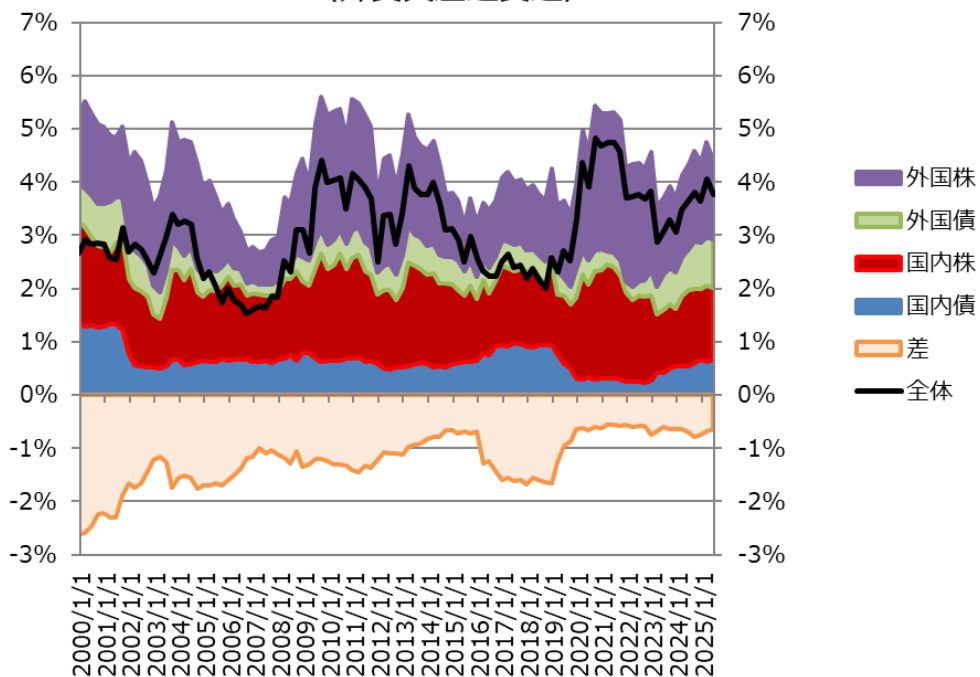
## 2. ポートフォリオ運用における通貨戦略



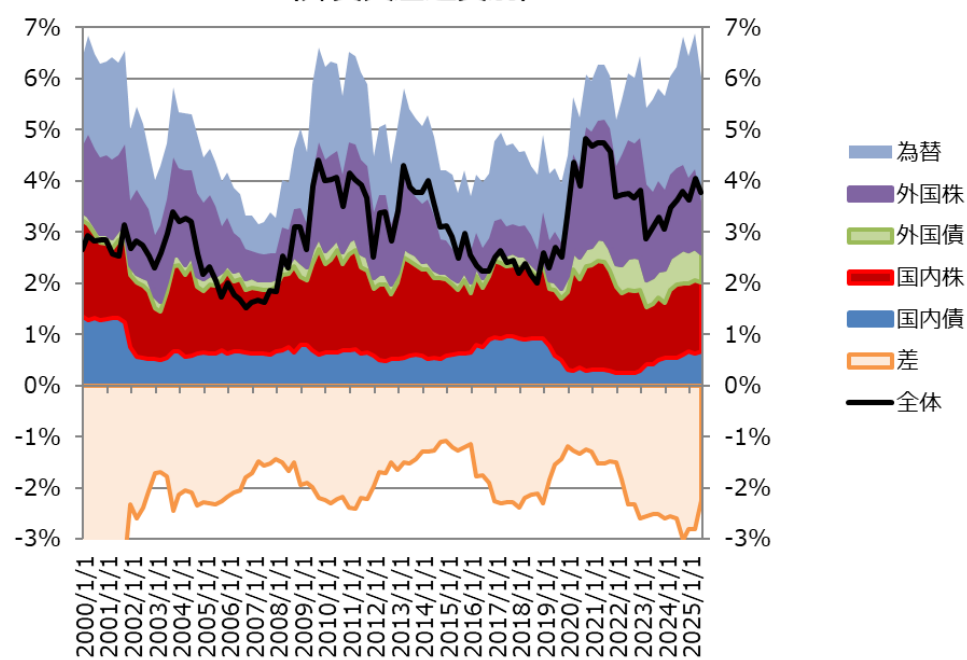
# ① ポートフォリオにおける相関と通貨効果

国内債券40% 国内株式20% 外国債券20% 外国株式20% 12四半期のリスクと相関

ポートフォリオの相関効果の変遷  
(外貨資産通貨込)



ポートフォリオの相関効果の変遷  
(外貨資産通貨別)

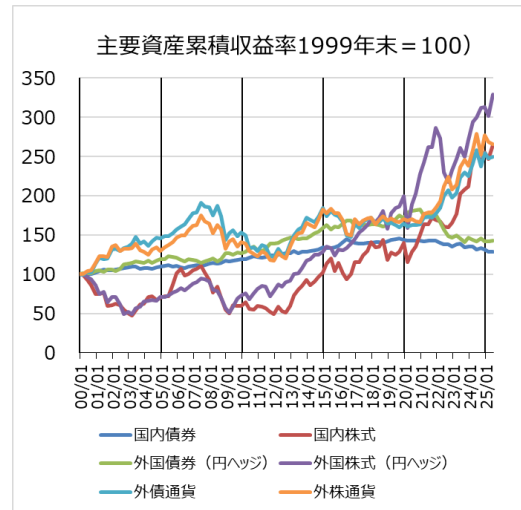
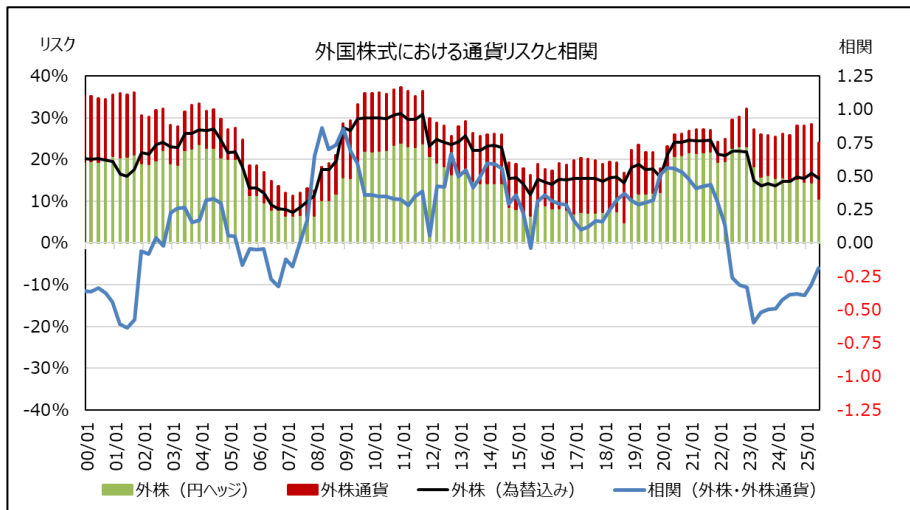
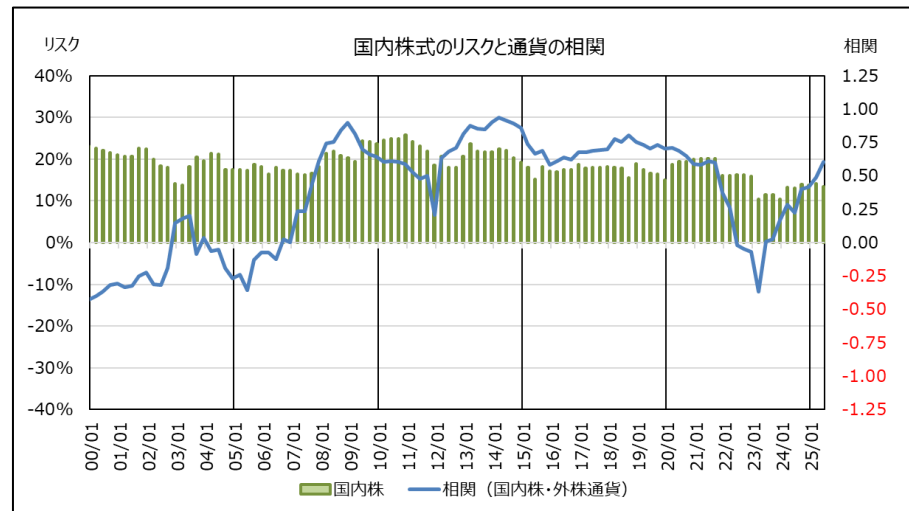
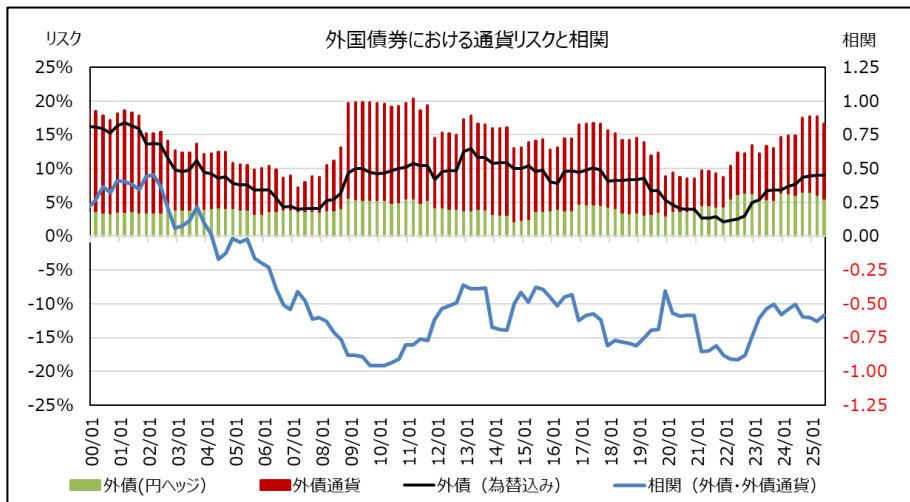


SOURCE:RefinitivよりTAD作成

伝統的4資産で見た場合、資産間の逆相関効果は過去25年で大きく低下  
一方で為替エクスポージャーを切り出した試算では逆相関効果は機能している  
通貨エクスポージャーがポートフォリオ全体の逆相関に貢献していることが見て取れる



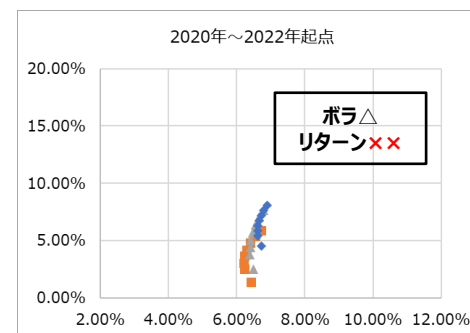
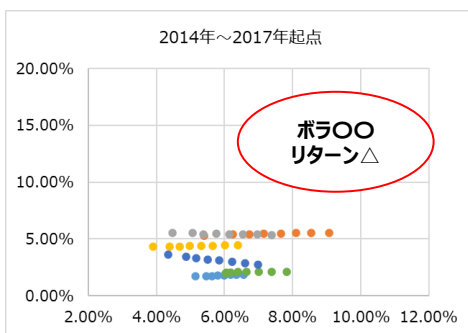
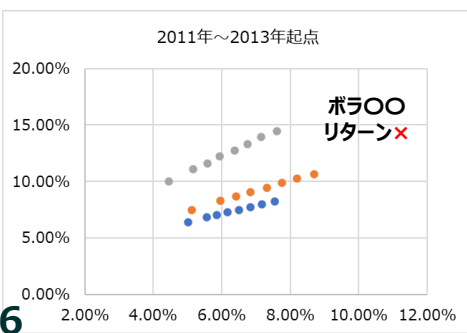
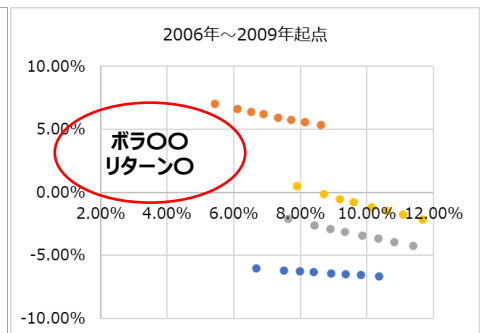
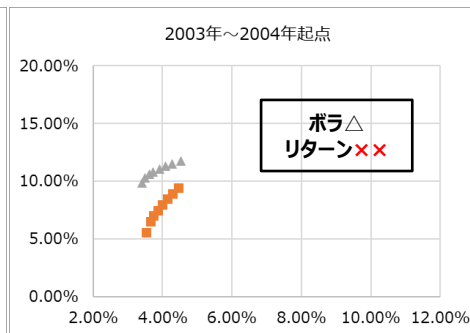
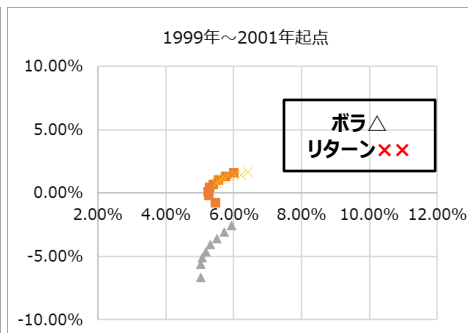
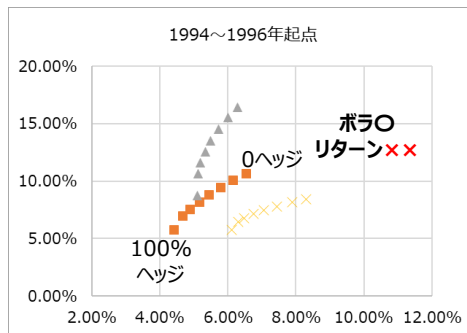
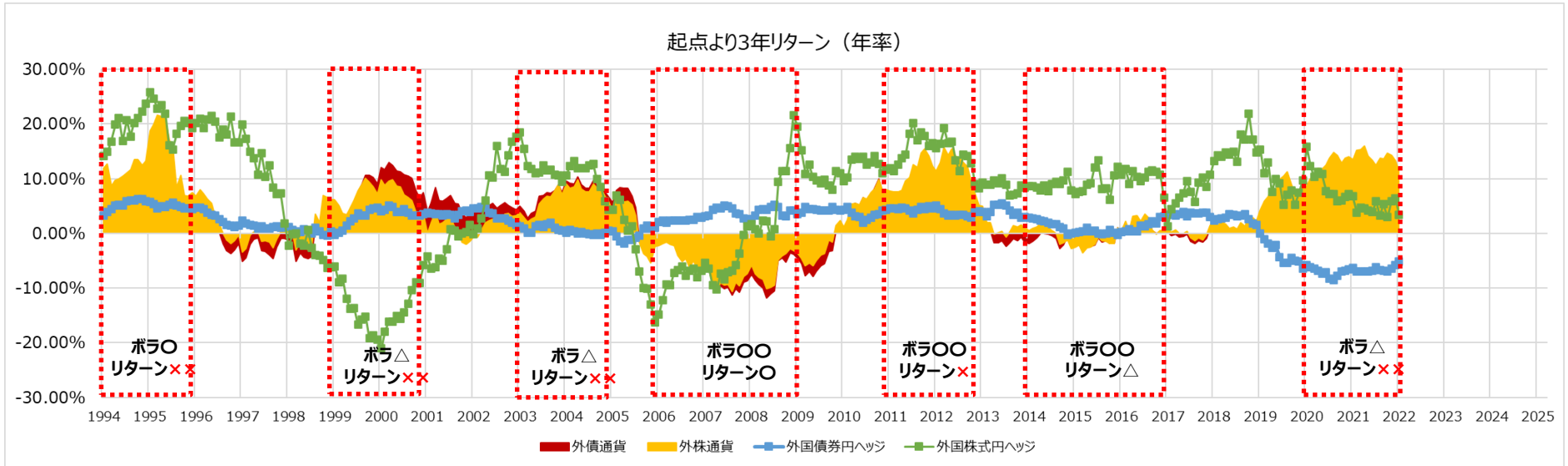
## ② リスク資産と通貨との相関



- 外国債券と通貨は逆相関で安定しているため、通貨をオープンにしておく効果は高い。一方、標準偏差ベースでは原資産の債券の2~3倍のリスクが通貨にはあるため、外国債券の金利効果を純粋に享受するには為替ヘッジもあり得る
- 株式市場と通貨は順相関の傾向が長かった。足元の金利上昇局面では、ややその傾向に変化が出てきていることに注意

SOURCE:RefinitivよりTAD作成

### ③ 為替ヘッジ効果の検証 – 時期によって効果は変化する



国内債券40%国内株式20%外国債券20%  
外国株式20% を四半期リバランスベース

ヘッジ比率は、外債40%を5%刻みで変更。  
(0% 5% 10% 15% 20% 25% 30% 35% 40%)

それぞれの基準年スタートで3年間のリターンを  
□-リング



## ④ 為替ヘッジの考え方

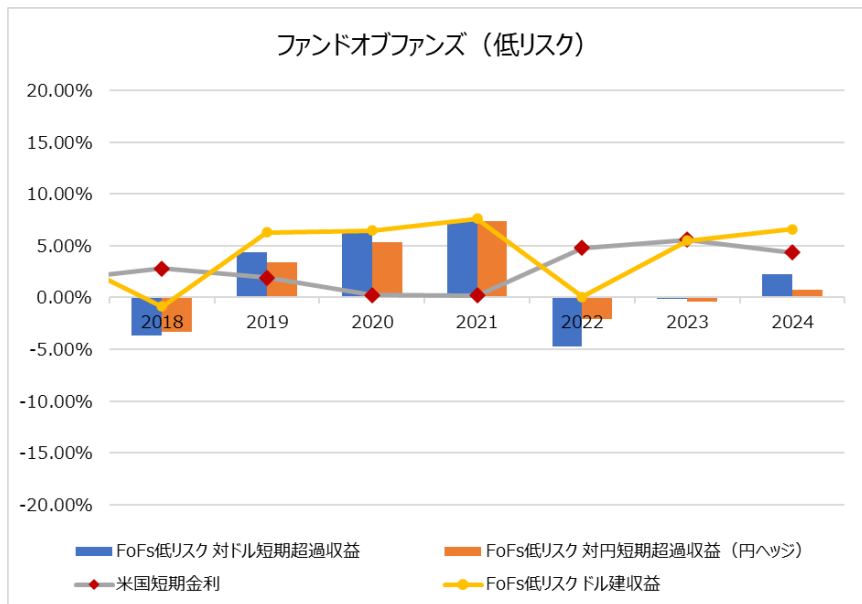
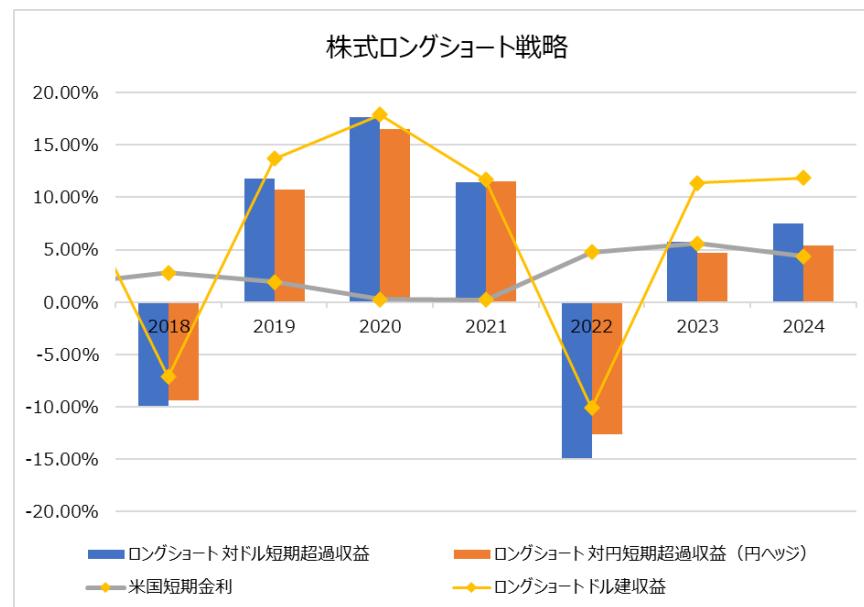
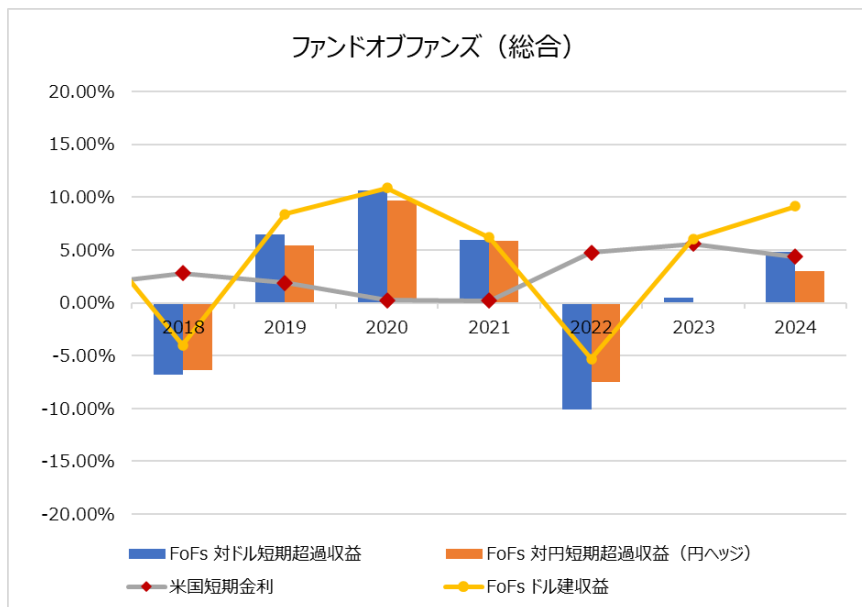
- 為替ヘッジは通常 1 か月～ 3 か月先の外貨と円貨を交換する  
→外貨の金利を払い円貨の金利を受け取る →この間の金利差がコストとなる
- 外貨投資において、為替ヘッジの是非を考える際は、この金利差コストを上回る投資リターンがあるかどうか重要となる
- 債券であれば、支払う短期金利より、投資する長期金利が高ければ、ヘッジ可能
- クレジット投資であれば、支払う短期金利に上乗せされるスプレッドが大きければヘッジ可能
- ヘッジファンド等であれば、投資収益が支払う短期金利より高ければ、ヘッジ可能



為替ヘッジに意味があるかどうかは、ヘッジコストそのものではなく、  
ヘッジコストを上回るリターンが獲得できるかどうかで左右される



# ⑤ ヘッジファンド戦略と為替ヘッジコスト



理論的には、短期金利の上昇はヘッジファンドなどショートを持つ戦略において名目期待リターンの上昇要因となる。

また、短期金利に対する超過収益が維持できていれば、円ヘッジ後のリターンに対するヘッジコスト上昇の影響は中立化されるはず。

「LONG = 現物価格 (アクティブ) + 配当収入」

(-) 「SHORT = 株式先物理論値 = 現物価格 + 短期金利 + 配当収入」

(=) 「リターン = 現物ポートフォリオベータ - 先物ベータ + 短期金利」

つまり金利のある世界では株式先物価格は短期金利上昇分だけ常に高い。→SQではこの短期金利分が消滅して買い戻すことになるため、先物ショートは短期金利を収益として認識できる。また先物ではなく現物ショートの場合には単純に現物空売り代金に短期金利が付与されることで、短期金利収入は確保される。

実際は、米国短期金利上昇後のヘッジファンドは総じて、短期金利対比での超過収益が落ちており、それにより円ヘッジリターンが悪化している。

SOURCE:HFR,RefinitivよりTAD作成



## ⑥ 通貨リスクとヘッジの考え方

	ボラティリティ	相関の傾向	流動性	
外国債券（先進国）	原資産 < 通貨	逆相関	○	ヘッジによるリスク低減効果はあるが、逆相関を相殺することによるデメリットもある。順イールド市場であればヘッジは可能。 リスクオフ時の金利低下効果を期待するパーツとしてならヘッジ外債は有効。
外国債券（新興国）	原資産 ≤ 通貨	順相関	×	ヘッジを行う効果は大きい、原資産及び通貨の流動性及びコストが大きい。 ドル建債での対応は可能
クレジット（IG）	原資産 < 通貨	無相関	△	円高を伴うリスクオフが発生する場合に備え、通貨ヘッジは必要
クレジット（HY）	原資産 ≤ 通貨	無相関	×	クレジットの厚みが為替リスクを吸収出来る水準であればヘッジの必要はない
外国株式（先進国）	原資産 ≥ 通貨	順相関	○	原資産が通貨リスクを上回るためヘッジニーズは低い。順相関のためリスクオフに備えた一部ヘッジは検討
外国株式（新興国）	原資産 ≥ 通貨	順相関	△	順相関であり本来はヘッジをしておきたい資産だが現実的には通貨市場の流動性が無くヘッジは困難
ヘッジファンド戦略	原資産 ≤ 通貨	無相関	△	ファンドのリスクを通貨リスクが大きく上回る戦略については原則フルヘッジだが ファンドの流動性次第では不可能
PD	原資産 ≤ 通貨	無相関	×	原資産の流動性がなく、ファンドのキャッシュフローが安定しないため無理にヘッジを掛けることへのリスクに注意
PE	原資産 ≥ 通貨	順相関	×	投資も回収もドルコスト平均法となるため、通貨ヘッジは不要
私募不動産	原資産 ≤ 通貨	順相関	×	流動性はないものの投資完了後の資産であれば、ヘッジは可能だがヘッジのためのキャッシュフローの調達の問題
REIT 低ベータ・高配当株式	原資産 ≥ 通貨	順相関	○	原資産のボラは一般株式よりも小さいため期待インカムが充分にあるのならヘッジは検討



## ⑦ リターンの源泉としての通貨

期待リターンの源泉は中長期の資本の流れ

設備投資計画（相互関税による対米投資の増加傾向は加速）

金利環境（米国金利の高止まりにより金利環境に大きな変化はない）

成長力格差（人口動態に大きな変化がない限り米国優位は継続）

企業成長（デジタルプラットフォームの集中は欧州等にやや分散）

リスクの源泉は特定のテーマによる短期的なポジションの集中と信用

ドル売りポジションの反転

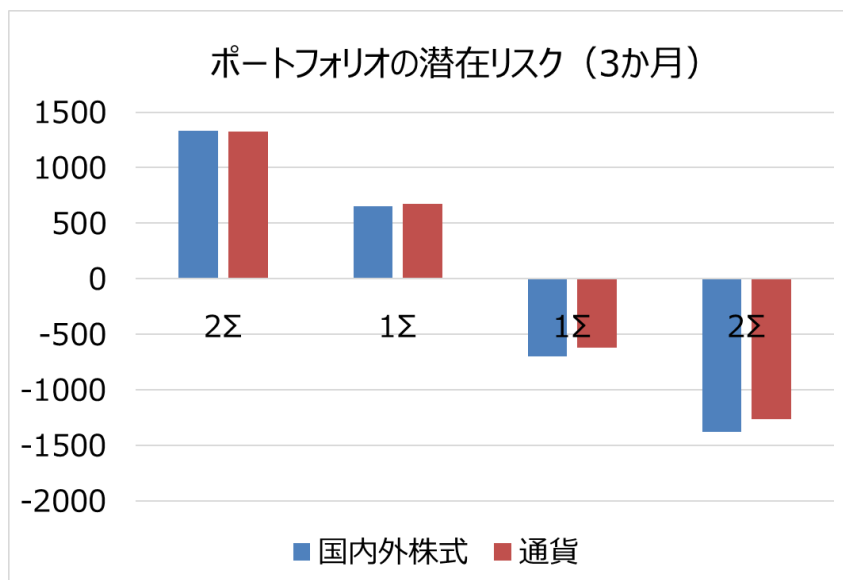
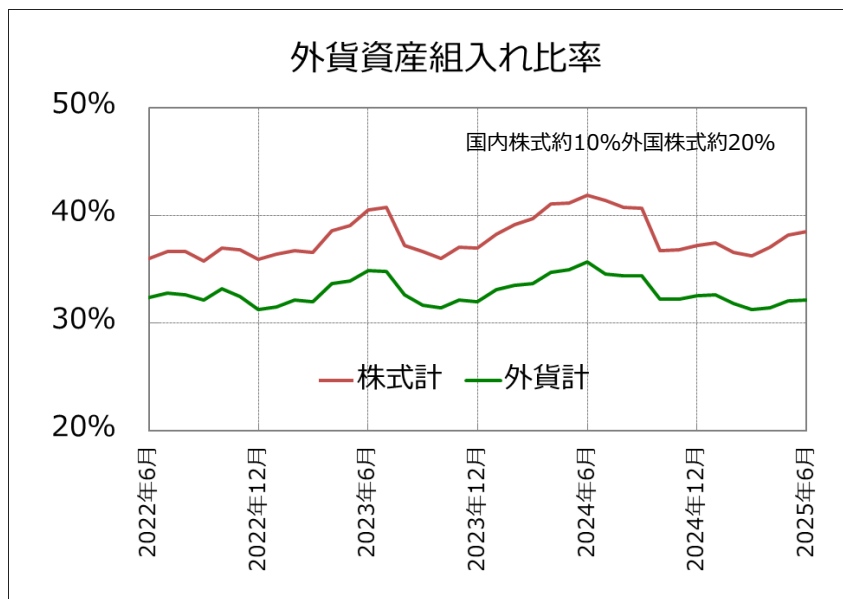
金利差の方向性の転換によるユーロロングの反転

日銀の利上げ継続観測による急激な円ロングトレードの構築

米国政権による意図的な金利低下圧力とドル売り

短期的にはどちらに振れてもインパクトは大きく、足元は膠着状態

## ⑧ ポートフォリオにおける外貨エクスポージャーの推移例



ポートフォリオリターンに対する外貨相関

	ドル	ユーロ	新興国
2021/09/30	0.53	0.65	0.76
2021/12/31	0.52	0.66	0.76
2022/03/31	0.47	0.64	0.71
2022/06/30	0.26	0.55	0.56
2022/09/30	0.22	0.55	0.53
2022/12/31	0.11	0.50	0.46
2023/03/31	0.11	0.53	0.47
2023/06/30	0.16	0.57	0.50
2023/09/30	0.16	0.57	0.50
2023/12/31	0.14	0.55	0.47
2024/03/31	0.14	0.56	0.47
2024/06/30	0.15	0.56	0.48
2024/09/30	0.21	0.56	0.49
2024/12/31	0.17	0.48	0.46
2025/03/31	0.23	0.54	0.51
2025/06/30	0.20	0.54	0.50

足元の計測で  
外国株式20%  
外貨建PE及び代替投資10%  
国内株式10%  
という配分でポートフォリオの3か  
月後の潜在リスクを計測すると、  
外貨の潜在リスクと株式の潜在  
リスクが略同等となっている

過去の収益率に対する外貨相  
関の推移をみても、ヘッジフ  
ンドで外貨エクスポージャーを  
取る戦略を保有していた時期の  
為替相関が非常に高い

通貨戦略や金利戦略のHFは  
レバレッジを掛けている分、リスク  
エクスポージャーが高くなる

戦略配分だけの管理では潜  
在リスクの測定は不十分



## ⑨ 結論

投資資産・投資戦略毎に、通貨の持つ意味を検討し、その積上げの結果がポートフォリオにおける通貨エクスポージャー

結果としての通貨エクスポージャーが、ポートフォリオ全体に与える影響を計測し、ストレステストを掛け、リスク過多である場合は、投資戦略全体を見直す。通貨配分だけを動かすことは却ってリスクを拡大する

中長期のポートフォリオ戦略において、通貨エクスポージャーはリターンの源泉・リスクの相殺の両面から有効な資産

短期のリスクマネージメントにおいて、通貨のボラティリティは大きなリスクファクターであるという認識も必要

リターン源泉としての通貨を享受しつつ、ポートフォリオ全体でのリスク量を管理していくことで、通貨効果を有効に活用していくことを目指す必要がある

- 本資料は、お客様の運用や資産配分の判断などの参考となる情報の提供を目的として作成されたものであり、これらの最終的な決定はお客様ご自身の判断で行っていただきますようお願い申し上げます。
- 過去の実績は将来の運用成績を予測・保証するものではありません。また、シミュレーション等のデータも、将来の運用成績を予想・保証するものではありません。
- 本資料は信頼できると考えられる情報に基づいて当社が作成しておりますが、情報の正確性、完全性が保証されているものではありません。
- また、本資料には、各運用機関から取得した情報や運用実績に基づいて当社が計測或いは分析した情報が含まれる場合がありますが、記載された運用やファンドについて具体的に推奨するものではありません。
- なお、本資料中の記述内容、数値等については資料作成時点のものであり、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により内容が変更となる場合があります。
- 本資料に関わる一切の権利は、当社に属し、いかなる目的であれ本資料の一部または全部の無断での使用・複製は固くお断りします。
- 本資料の内容に関してご不明な点、疑問に思われる点等がございましたら、当社コンサルタント等にご照会下さいますようお願い申し上げます。
- 「FTSEグローバル債券インデックス」(WGBI指数)はFTSE International Ltd.が作成、公表しており、著作権はFTSE International Ltd.に帰属しています。FTSEは当資料に掲載されたWGBI指数およびWGBI指数に基づいて計算されたいかなるデータに関しても、明示的にも暗黙にも正確性、完全性、信頼性、有用性の保証を表明するものではなく、それらについて一切の責任を負いません。WGBI指数のデータの再配布や、他のインデックス、有価証券、金融商品の基準として使用することを禁止します。当資料はFTSEによって承認、審査、作成されたものではありません。
- 「NOMURA-BPI (総合)」は野村證券株式会社が作成している指数で、当該指数に関する一切の知的財産権とその他一切の権利は野村證券株式会社に帰属しています。
- 「TOPIX」は株式会社東京証券取引所の知的財産であり、当該指数に関する一切の知的財産権とその他一切の権利は株式会社東京証券取引所に帰属しています。
- 「MSCI」はMSCI Inc.の知的財産であり、当該指数に関する一切の知的財産権とその他一切の権利はMSCI Inc.に帰属しています。
- 「S&P500指数」はS&Pダウ・ジョーンズ・インデックスの知的財産であり、当該指数に関する一切の知的財産権とその他一切の権利はS&Pダウ・ジョーンズ・インデックスに帰属しています。

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第2429号 一般社団法人日本投資顧問業協会